

〔商法 五五〇〕

著しく不公正な価額による自己株式処分・新株発行と
取締役の責任——アートネイチャー事件（第一次）

東京高裁平成二五年一月三〇日判決（上告・上告受理申立て）
 事件番号 平二四(ホ)二八二六号
 事件名 損害賠償請求（株主代表訴訟） 控訴事件
 掲載誌・金商一四一四号八頁、判夕一三九四号二八一頁

〔判示事項〕

- 一 自己株式処分が著しく不公正な価額によって行われたものでないとして取締役の会社に対する損害賠償責任が否定された事例
- 二 所定の手続を経ないで著しく不公正な価額で行われた新株発行であるとして取締役の会社に対する損害賠償責任が肯定された事例

〔参照条文〕

- 平成一七年改正前商法二二一条三項、二六六条一項、二八〇条の一

〔事実〕

Z（補助参加人）は、昭和四二年に設立された、毛髪製品の製造・販売、毛髪育成指導および美容業・理容業等を目的とする株式会社である。本件当時、その定款に、株式を譲渡するには取締役会の承認を要する旨を定めていた。従来、Zでは、その株式を、役員、従業員、持株会等が保有してきたが、平成一三年頃から役職員の退職が相次ぎ、代表取締役であるY₁等が一株一五〇〇円で買取りに際ずることに対応してきた。しかし、Y₁の保有株式数増加により税務上同族会社認定を受ける可能性がでてきたことなどから、Zが、Y₁の保有株式の一部を取得することとし、平成

一四年七月から同年一〇月までの間に、合計三万三二二七株を一株一五〇〇円で買い受けた。ただ、この自己株式取得については、取引銀行から消極的な意見が強く、また、税務上の利点もなくなったことから、自己株式をY₁が買い戻すことで解消を図ることとなった。平成一五年一月六日開催の臨時株主総会で、Zの保有する自己株式三万三二一七株を一株一五〇〇円でY₁に譲渡する旨の議案が、出席株主の議決権の三分の二以上の賛成によって承認可決され、同月一七日を払込期日として実施された（以下「本件自己株式処分」という）。右株主総会において、本件自己株式処分が特に有利な価額によるものであることを前提とする説明は行われず、前記決議は、平成一七年改正前商法（以下「改正前商法」という）二二一条三項が準用する同法二八〇条の二第二項所定の特別決議として行われたものではなかった。

平成一六年二月、Zでは、設備投資等の資金調達と役員に株式を保有させることを目的として新株発行を行うこととし、平成一六年三月八日開催の臨時株主総会で、普通株式四万株を発行価額一株一五〇〇円として第三者割当の方法により発行すること、割当先として、Y₁に二万三千株、Y₂（被告・Z社取締役）に五千株、Y₄（被告・Z社取締

役）に一千株、その他四名（いずれも訴外）に計一万一千株をそれぞれ割当てて発行する旨の議案が、出席株主の議決権の三分の二以上の賛成によって承認可決され、同月二四日を払込期日として実施された（以下「本件新株発行」という）。右株主総会において、本件新株発行が特に有利な価額によるものであることを前提とする説明は行われず、前記決議は、改正前商法二八〇条の二第二項所定の特別決議として行われたものではなかった。

X（原告）は、Zの株主である。Xは、本件自己株式処分および本件新株発行が著しく不公正な価額により行われたものであるとして、株主代表訴訟により、Y₁らに対して、改正前商法二六六条一項五号に基づく損害賠償、または、同法二八〇条の二（自己株式処分について同法二二一条三項が準用）に基づく通謀引受人の責任等として、二億円余を会社に支払うよう求めた。

原審（東京地判平成二四年三月一五日・金商一四一四号一五頁）は、本件自己株式処分は著しく不公正な価額によって行われたものではなかったとしてXの請求を棄却し、本件新株発行については、不公正な価額で行われたことを認め、Zが二億二〇〇万円（公正な価額と発行価額との差額五五〇〇円×四万株）の損害を被ったとして、改正前

商法二六六条一項五号に基づくY₁らの損害賠償責任を認め、X・Y双方が控訴した。

〔判旨〕

本件各控訴棄却。原審理由に以下の点を補足するとした。

一 本件自己株式処分について

「原判決が説示するとおり、本件のような非上場会社の自己株式が処分された場合の価額の算定に当たっては、自己株式処分に関する規制の趣旨、目的を踏まえつつ、同処分が行われた経緯、目的、数量、会社の財務状況等の諸般の事情を考慮して判断するのが相当であるところ、Zの株式は、役員や社員持株会等の関係者の間で1株当たり1500円で取引されてきたものであること、本件自己株式処分は、実質的にはZが同族会社の認定を受けることを回避するためにY₁から取得した株式の買戻しにすぎないこと、その取得から処分まで1年程度しか経過していないことなどに照らすと、本件自己株式処分における公正な価格としては、Zの取得時における取得価格と同額の1株当たり1500円とするのが相当である。

〔中略〕上記の事情、その他原判決が認定、説示する諸事情に照らすと、本件のような経過で行われた本件自己株式

処分における公正な価格の算定に当たり、Zの将来の収益力に着目して株式価値を算定するインカム・アプローチの手法であるDCF法や収益還元法によるのが相当であるとはいえず、Xの上記主張を採用することはできない。」

二 本件新株発行について

「本件新株発行が行われた当時のZの株式価値については、原判決が説示するとおり、第三者割当の方法による新株発行に関する規制の趣旨、目的に照らすと、上記株式価値の判断に当たっては、新株発行時における旧株式の客観的な交換価値を基準とすべきであり、本件のような非上場会社においては新株発行当時の会社の資産や収益の状況等の諸般の事情を考慮して事案に相応しい方法によって判断するのが相当であること、Zの株式は、少なくとも、平成12年5月時点で1株当たり1万円程度、平成18年3月時点で1株当たり9000円程度の株式価値を有していたといえること、本件新株発行が行われた平成16年3月当時の株式価値は、平成12年5月時点の株式価値を大きく下回ることはないといえるのが相当であること、〔中略〕平成16年3月時点の株式価値は1株当たり7897円ないし7113円と算出されることが認められ、その他原判決が認定、説示する諸事情を総合考慮すると、本件新株発行における公

正な価額は少なくとも1株当たり7000円を下回らない
というべきである。」

〔研究〕

判旨一につき、結論賛成、構成に疑問、二につき、結論
反対

一 本件は、自己株式の違法有利処分と新株の違法有利発
行について、取締役の会社に対する損害賠償責任（改正前
商法二六六条一項五号、現会社法四二三条一項に相当）お
よび通謀引受人の責任（同二八〇条の一、二二一条三項、
現会社法二二二条一項一号に相当）が追及された事件であ
る。結論として、自己株式処分に関しては有利処分とは認
めなかったが、新株発行については有利発行と認め、取締
役の会社に対する責任を認容した。有利発行をめぐって、
取締役の会社に対する責任や通謀引受人の責任が追及され
た事件はこれまでもあったが（杉田貴洋「新株の有利発行
（有利募集）を理由とする損害賠償請求訴訟に関する総合
判例研究」総合政策研究紀要（尚美学園大学）一一号（平
成一八年）六五頁以下参照）、自己株式の有利処分をめぐ
って取締役等の責任が追及されたものは本事件が最初の
公表裁判例である（小林俊明「原審判批」ジュリスト一四

五六号（平成二五年）一二九頁）。以下では、自己株式処
分の有利性を否定した判断の是非（二・三）、有利発行と
会社の損害（四）、通謀引受人の責任による解決の是非
（五）について順に検討していきたい。

二 まず、原判決も、原判決を引用する本判決も、自己株
式の有利処分では、新株有利発行の場合と異なり、新旧株
主間の富の移転の問題が生ぜず、それゆえ、それぞれにお
いて要求される価額の公正性の意義も異なると考えている
ことに注意すべきである（水島治「本件判批」武蔵大学論
集六一巻一・二号（平成一三年）三一―四頁）。すなわち、
原審が、「本件新株発行とは異なり、新旧株主間の利益移
転のおそれを懸念する必要のない本件自己株式処分」（原
判決第3の4(3)）とするのは、本件の自己株式処分に限っ
て富の移転の懸念がないとするものとも読めるが、自己株
式処分についての価額の公正性に関する理由と新株発行に
ついての理由とを対比すると、一般論としても両規制の趣
旨が異なることを前提に理由が構成されていることが分か
る。原判決第3の2(2)は、「自己株式の処分については、
これが自由に行われると、新株発行に関する諸規制が潜脱
され、払込金額の公正や譲渡制限会社の株主間の持株比率
が確保されなくなるおそれがあることから、〈中略〉新株

発行に準じて取り扱うこととしている」とし、「非上場会社の自己株式が処分された場合の公正な価額の算定に当たっては、〈中略〉自己株式処分が行われた経緯や目的、数量、会社の財務状況等、諸般の事情を考慮して、事案に相応しい方法によって判断するのが相当」とするのに対して、同3(2)は、「第三者割当の方法による新株発行において、旧株式の持分価値よりも低い価額で発行が行われると、既存株主が有していた持分価値の一部が新株に移転し、既存株主の経済的利益が害されることになる」とし、「非上場会社において行われた新株発行の公正な価額の算定に当たっては、新株発行当時の会社の資産や収益の状況等、諸般の事情を考慮して事案に相応しい方法によって判断するのが相当」としている。これによれば、自己株式処分の公正価額の算定において、会社の財務状況は、処分の経緯や目的などと並ぶ一考慮要素にすぎない。そして、本判旨では、新株発行の株式価値の判断に当たっては、「新株発行時における旧株式の客観的な交換価値を基準とすべき」とするのに対して、自己株式処分の価額の算定ではそうした表現が見られないところからも、原審と同様に考えていることが分かる。したがって、両判決を読む際には、単に本件自己株式処分までの経緯が特殊なものであったからその

処分価額（払込金額）が著しく不公正でないとされたので、処分当時の「客観的な交換価値」としての株式価値を恣意的に変容させたのでもなく、大前提として、自己株式処分価額の公正性の判断においてはそもそも富の移転の問題を懸念する必要がない（あるいは少ない）から、処分までの経緯を考慮して公正性を判断してよいとする枠組みとなつていことに留意すべきである。本判決は、一方で、「本件新株発行が行われた平成一六年三月当時の株式価値は、平成一二年五月時点の株式価値を大きく下回ることはない」と述べつつ、他方で、平成一二年五月時点では一株一万円程度の価値があったとしているから、本件自己株式処分が行われた平成一五年一月時点の「株式の客観的な交換価値」もこの水準にあったと考えていることが窺われる。それにもかかわらず、結論として本件処分価額を不正でないとするのは、右のような前提から、処分価額の公正性の判断においては「客観的な交換価値」を持ち出す必要性がない（小さい）と考えるものであろう。

現行法において、株式発行と自己株式処分とを「募集株式の発行等」（会社法一九九条以下）として一つの手続の下にまとめたのは、両者で関係者に与える影響の点で差異がないからであろう（相澤哲＝豊田祐子「株式（株式）の併

合等・単元株式数・募集株式の発行等・株券・雜則) (平成一七年) 立案担当者による新・会社法の解説・別冊商事法務二九五号 (平成一八年) 五〇頁)。本事案当時の商法二二一条は、自己株式処分について規定し、有利処分等の場合につき新株発行の規定を準用する形式を採っていたが、これも現行法と同趣旨のもと考えられる (原田晃治ほか「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説」 (平成一三年) 金庫株解禁等の理論と実務・別冊商事法務二五五号 (平成一四年) 一四頁)。ただ、金庫株解禁前の上場会社の実務では随時の市場売却が行われていたようであり、同改正法の下でも少量の処分の場合には所定の手続に拘束されない場合があり得るのではないかとの議論もあった (原田晃治・中西敏和「金庫株解禁等改正商法をめぐる諸問題」 (平成一四年) 前掲・別冊商事法務二五五号七七頁。なお、平成一七年会社法案一七九条参照)。こうした点も踏まえると、現行法と異なり、当時の商法の解釈としては、新株発行と自己株式処分とで価額の公正性に關しても異なる意義を与えることも、賛否はともかくとして、一応あり得よう。しかし、現行法においてはこのような解釈は許されるべきではなく (後述)、判旨のこの部分は専ら改正前商法を前提にした解釈と理解したい (徳本穰「原

審判批」私法判例リマックス四七号 (二〇一三下) (平成二五年) 九三頁参照)。

三 先行評釈では、本件自己株式処分を Y_1 による実質的な買戻しとみて、処分価額の公正性の判断に際して、株式の客観的価値を切り離して特殊事情を考慮することに違和感はないとするものもある (浜辺陽一郎「本件判批」W L J 判例コラム三号 (平成二五年) 三頁)。確かに、 Y_1 からの自己株式取得と本件自己株式処分とを一体的に捉え、 Y_1 の株式を一時的に会社が預かり、それを再び同人に返したものと捉えれば、会社の取得価格と処分価格とが同額である本件では、他の株主にとって損得はないともいえる (あるいは、取得当時の株主にとって「有利な」価額での取得であったため株主はいったん利得していた)。しかし、自己株式処分の前後を比較すれば富の移転は起こり得るのであって (山下徹哉「原審判批」ジュリスト一四五三号 (平成二五年) 一一〇頁)、有利処分規制は、正に処分時点における株主間の富の移転を懸念するものといふべきである (本件当時の規定もこのように解すべきである)。本件のような事情は、株主総会における有利処分の理由として説明され、その是非は株主総会において判断されるべきものである。また、学説では、改正前商法二八〇条の二第二項の

発行価額の有利性と同法二八〇条の一一の発行価額の不正性との判断において、基準に差異をつけて考えることができるものがある（森本滋「§280ノ2」上柳克郎ほか（編）『新版注釈会社法(7)新株の発行』（昭和六二年）六八頁）。すなわち、株主総会決議を経ることなく時価を下回って決定された発行価額は、原則として不正価額になるが、特別の事情により既存株主の利益を害していないことを立証すれば不正価額でなくなるという考え方である。しかし、事前と事後とで基準を使い分けることを認めれば、結局事前の問題としても遵守されない結果となる。いずれにせよ、適法な手続が執られなくとも、客観的な合理性があれば許容されるとの評価には与し得ない。

四 本件新株発行について、本判決は、有利発行と認め、そのことから直ちに会社の損害を認めるものようである（原審につき、この点を批判するものとして、鳥山恭一「原審判批」法学セミナー六九五号（平成二四年）一二九頁、賛成するものとして、川島いづみ「原審判批」金融・商事判例一四一八号（平成二五年）六一七頁。本判決につき賛成、徳本・前掲九二頁、小林・前掲一三〇頁）。これについて、会社に損害が生じたといえるためには、判決が認容した七〇〇〇円という発行価額でもYら引受人が同数

の株式を引受けたであろうことまで立証する必要があるとするものがある（田中亘「本件判批」ジュリスト一四六三号（平成二六年）一〇九頁。川島・前掲六頁は、引受けていた可能性が高いとされる）。これらの事情の立証の困難性は措くとして、本件で問題となっているのは、有利発行を前提とした所定の手続が執られなかったことであり、有利発行としての手続を執るべきことが問題とされているのに、損害額の算定においては公正な価額で発行された場合との比較から考えることに、問題はないであろうか。つまり、ここでは、単純にもっと高い値段で売るべきであったのにそれがされなかったことについての損害が問題となっているのではなく、その値段で売らなければ所定の手続を執るべきであったのにそれがされなかったことについての損害が問題とされている。このとき、所定の手続がなかったことと、右のように構成された損害額との間の因果関係（事実的因果関係）を肯定することができるであろうか。

この点、取締役の価額決定過程に任務懈怠があったとする方が会社の損害との因果関係が直接的であるとの指摘もある（水島・前掲六頁）が、より慎重であったならば価額の有利性に気付いた（そうであれば所定の手続が執られた）はずだといえても、そこから、より高い価額が採用され

ていたはずだということまではいえないように思われる。

なお、本事案は、必要な調達額が確定しておらず、したがって、公正価額で発行されたとしても少ない株式数で発行していたとはいえない事案であって、直接損害説（有利発行における株主の損害を直接損害と捉える）の立場からも会社の損害発生を肯定する余地のある事案であるとするものがある（川島・前掲六頁、山下・前掲一一〇頁、李艶紅「本件判批」早稲田法学八九巻四号（平成二六年）二〇九―二一〇頁）。しかし、公正な価額であればより少ない株式数で発行していたはずであることを立論の前提とする立場が直接損害説だと受け止められているとすれば、それは誤解である。直接損害説は、有利発行による稀釈化の損失は、株式分割で生ずる株式減価と同様のメカニズムにより生ずるもので、その過程において会社の損害を觀念する余地がないとするものである（杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」私法六九号（平成一九年）二二六頁）。また、既存株主に生ずる損失についても、当該有利発行以前の、現実にとりであった株式価値と、有利発行後の、現在の価値との差額として説明する立場である。

五 通謀引受人の責任の成立を認めて解決すべきであった

とする指摘もある（永井和之「原審判批」ビジネス法務 2013・3（平成二五年）八二頁、鳥山・前掲一二九頁）。

Xの持株数が不明であるため、その損失額を算定することはできないが、仮に、既存株主のうち Y_1 ・ Y_2 以外の株主全員が本件新株発行の違法性を問題視していたとしても、その損害総額を計算すると七六〇〇万円ほどでしかない。その解決に、会社に二億二〇〇〇万円支払わせるというのは、合理的とは思われない。自己株式処分の違法性を認めていれば、この差はさらに拡大していたはずである（違法性を否定した実質的な動機がここにあるとみることでもできよう）。この制度には立法論として疑問がある（杉田貴洋「新株の有利発行と既存株主の経済的利益の保護」法律学研究会二六号（平成七年）五八頁以下）が、適用に当たっても慎重であるべきであろう（ Y_1 ・ Y_2 を含めた既存株主全体の損害額も二億円に止まり、会社の「損害」とされる二億二〇〇〇万円に及ばない。いわゆる「二重の利得」論はこの解決の不合理性を過小評価させるものである）。

六 以上のとおり、本件自己株式処分について、処分価値の公正性の判断基準に関する判旨の考え方に賛成できないが、損害発生を否定した結論には賛成する。また、本件新株発行により会社に損害が発生したとする判旨には賛成で

きない。

付記 本事件の評釈として、本文中に挙げたもののほか、
山田剛志「原審判批」判例評論六四九号（平成二五年）一
六四頁以下、弥永真生「本件判批」ジュリスト一四五五号
（平成二五年）二頁以下、萬澤陽子「本件判批」法学教室
判例セレクト2013Ⅱ（平成二六年）一七頁がある。

杉田 貴洋